

伊利股份 (600887)

16 年业绩符合预期，具备长期投资价值

买入 (维持)

2017 年 04 月 13 日

投资要点:

■ **收入:** 对比蒙牛，伊利 16 收入增速略低于预期、季度改善略低预期。1) 竞品蒙牛收入+9.7%，源于高费用促销，行业竞争并未减缓。基础白奶、特仑苏、纯甄、冠益乳等多个产品均高于行业增长，贡献主要增速。雅士利+商誉减值+费用高企，利润亏损，但考虑 16 年基数较小，17 年改善预期强。2) 伊利 16 年收入 606 亿元，增速仅 0.4%。分季度看，1~2Q 收入下滑，单 3Q 略反弹，但是 4Q 下滑-0.29%，收入改善低于预期。分业务看，液体乳收入增速放缓，奶粉下滑明显，冷饮+2%。16 年伊利液态奶收入 495.2 亿元，增速 5%，主要由产品结构升级拉动，其中安慕希增速 100% 以上，金典收入同比+14%。液态奶基数大，收入增长将承压。奶粉收入 54.6 亿元，-15.4%，主要因为行业竞争激烈+注册制短期冲击，2Q17 有望缓解。冷饮收入 41.9 亿元，增速+2%。3) 公司 2017 年计划实现营业总收入 650 亿，利润总额 62 亿元。目标收入增速超 7%，完成压力不小（不含并表圣牧，若完成计划，我们预计 17 年液态奶收入+8%，高端产品增速+20%，金典+10%，安慕希 65%，畅轻等低温酸奶+10%，中低端下滑；奶粉+7%；冷饮+3%）。

■ **毛利率:** 原料价格上涨，未来主要依靠产品升级驱动，毛利率提升空间有限。1) 伊利原奶+包装材料成本占比高达 80% 以上。4Q16 后主要原辅材料如全脂奶粉、白糖、瓦楞纸、塑料等价格均上涨。根据目前全球原奶主产国控产、保价，国内减产趋势确定，我们预计 17 年国内生鲜乳价格温和上涨。2) 伊利产品结构升级明显：高端产品“金典”、“安慕希”、“畅轻”、“金领冠”等收入占比 49%，同比提升 3.2 个百分点；新产品收入占比 22.7%，较上年增加约 7 个百分点。

■ **费用和竞争:** 竞争并未趋缓，销售费用率已达历史高点，蒙牛短期不会放弃竞争。1) 费用率高居不下：16 年销售费用率均上升，伊利 23.3%，蒙牛 25%；广告费在销售费用中占比最大，伊利、蒙牛分别为 12.7%、10.7%。但伊利管理费用率呈现下降趋势，而蒙牛上升。2) 终端促销活动逐渐合理，长期看费用率趋缓。

■ **盈利预测与投资建议:** 1) 分业务：液体乳产品升级+新品发力，乐观预计 17 年收入+5% 以上；奶粉收入增速恢复 7% 左右，冷饮持平。 2) 暂不考虑并表中国圣牧，我们预计 2017-2019 年收入 650/678/701 亿元，同比+7%、4%、3%；EPS 为 1.0/1.15/1.27 元，同比+7%、15%、10%，给予 17 年 22XPE，目标价 22 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 食品安全风险，行业竞争加剧。

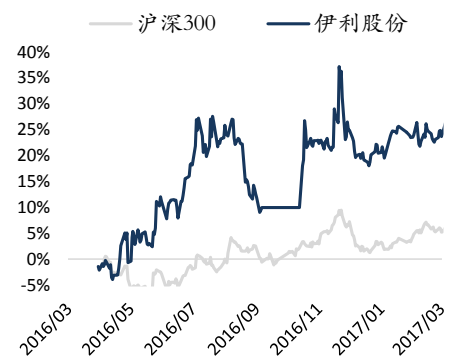
证券分析师 马浩博

执业资格证书号码: S0600515090002

mahb@dwzq.com.cn

021-60199762

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	18.47	14.07/20.01
一年最低价/最高价	14.07/20.01	14.07/20.01
市净率	4.82	
流通市值 (亿)	1114.36	

基础数据

每股净资产	3.80
资产负债率	50.56
总股本 (百万股)	6079.00
流通股 A 股 (百万股)	6033.37

相关研究

1. 伊利股份: 3Q 收入反弹，利润大增，外延并购+股权激励将驱动业绩提速——20161031

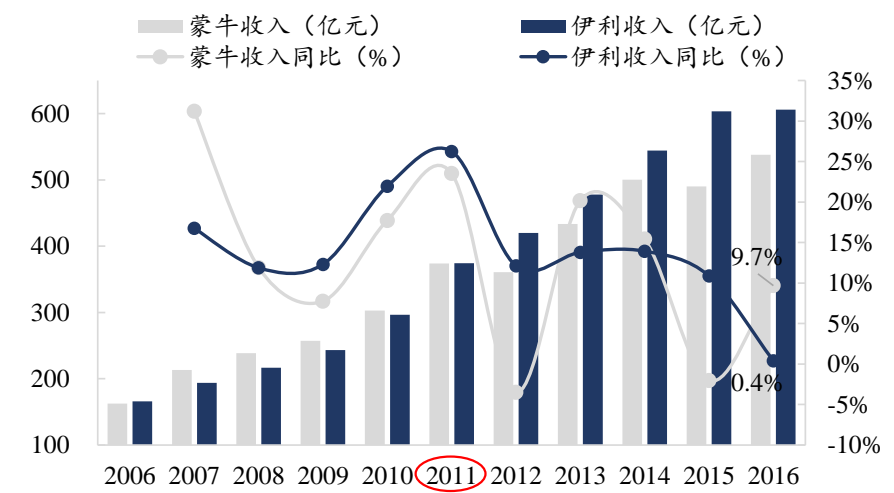
1. 收入：对比蒙牛，16 年伊利收入增速放缓

1.1. 伊利蒙牛收入及产品细分对比

伊利 16 收入增速略低于预期、季度改善略低预期。1) 伊利 2016 年收入 606 亿元，同比仅+0.4%，净利 56.6 亿，同比+22.3%。从季度看，分季度看，1~2Q 收入下滑，单 3Q 略反弹，但是 4Q 下滑-0.29%，收入改善低于预期。2) 公司收入增长主要源于产品结构升级驱动，但是行业竞争加剧，公司促销带动销量微增，产品单价下降拉低收入增速，整体增速略低于预期。

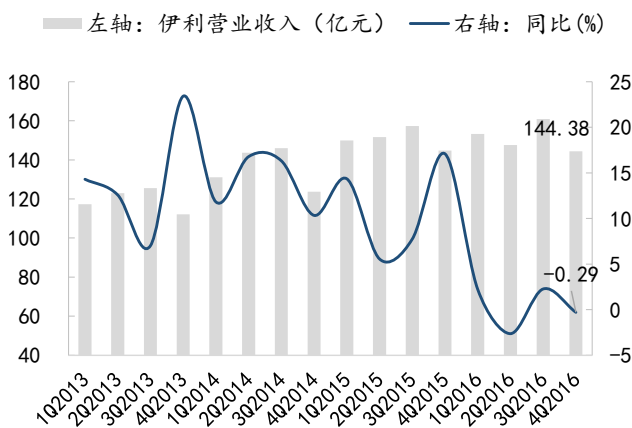
蒙牛收入+9.7%，利润亏损，考虑 16 年业绩基数较小，17 年改善预期强。1) 蒙牛 2016 年收入 537.8 亿元，收入高增 9.7%，源于高费用促销，行业竞争并未减缓。基础白奶、特仑苏、纯甄、冠益乳等多个产品均高于行业增长，冰淇淋也逆势增长。2) 因雅士利及商誉减值，蒙牛净利亏损 7.5 亿元。剔除雅士利及商誉减值后，实际盈利 16.9 亿元，因费用高企，同比-27.6%。

图表 1: 11 年之后伊利反超拉开差距, 16 年伊利收入+0.4%, 蒙牛+9.7%



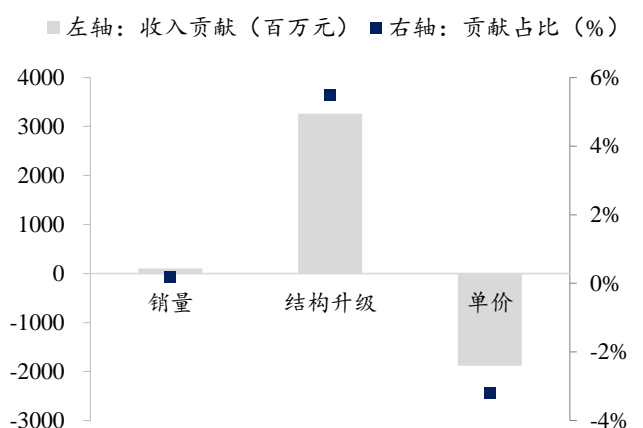
资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 2: 16 年收入+0.41%，其中 4Q16 同比-0.29%



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 3: 伊利收入增长主要源于结构升级



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 4: 伊利各业务收入拆分及增速

	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16	2H16
液体乳						
收入	207.1	217.0	224.2	247.3	235.0	260.2
yoy(%)			8	14	5	5
毛利率	31.0%	31.0%	32.7%	35.0%	37.2%	34.8%
冷饮						
收入	30.4	12.4	29.9	11.1	29.3	12.6
yoy(%)			-2	-11	-2	14
毛利率	36.9%	30.0%	38.1%	32.0%	43.7%	41.7%
奶粉						
收入	30.4	29.7	33.4	31.1	25.3	29.26
yoy(%)			10	5	-24	-6
毛利率	45.9%	45.0%	52.1%	60.0%	58.5%	54.1%

资料来源: 公司年报、半年报, 东吴证券研究所

图表 5: 蒙牛各业务收入拆分及增速

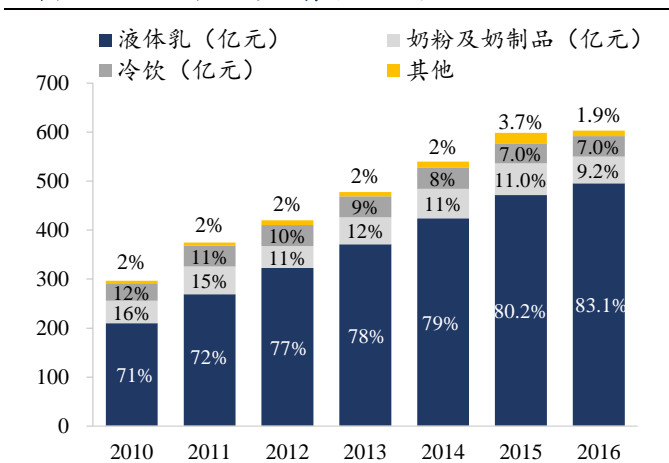
	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16	2H16
UHT 奶	123.7	113.4	107.1	106.5	115.2	123.5
yoy(%)	13	2	-13	-6	8	16
乳饮料	58.3	60.9	56.6	47.8	49.2	44.6
yoy(%)	23	7	-3	-22	-13	-7
酸奶	35.7	38.4	55.7	59.5	73.3	75.4
yoy(%)	38	35	56	55	32	27
液态奶	217.7	212.7	219.4	213.9	237.6	243.4
yoy(%)	19	8	1	1	8	14
冰淇淋	19.9	7.3	16.4	4.9	17.0	4.8
yoy(%)	2	-32	-17	-32	4	-4
奶粉	20.8	22.1	19.8	15.8	17.9	13.7
yoy(%)	362	12	-5	-29	-9	-13

资料来源: 公司年报、半年报, 东吴证券研究所

伊利蒙牛液态奶 PK: 伊利常温奶市占率第一, 蒙牛则继续保持低温液态乳市场优势, 销量第一。 1) 伊利: 尼尔森零研数据显示 2016 年伊利在整体乳品市场的零售额第一, 市占率 20%, 同比增加 1.1pct。其中, 伊利常温液态奶零售额市占率 31.6%, 同比+1.8pct, 位居细分市场第一; 低温液态奶零售额市占率 16.2%, 同比+0.6pct; 预计未来将大力发展新品如豆奶和常温新品的推广, 新品收入占比高达 23%, 增速较快。2) 蒙牛: 低温市占率第一, 2016 年五款新品成功上市。优益 C 活茶系列、冠益乳红色+系列酸奶、中华滋养燕麦红枣小瓶酸奶等。2H16 植朴磨坊系列口味新品销售表现显著提升: 多种口味产品+推出醇香豆奶系列产品+包装进行升级, 销量好于预期。

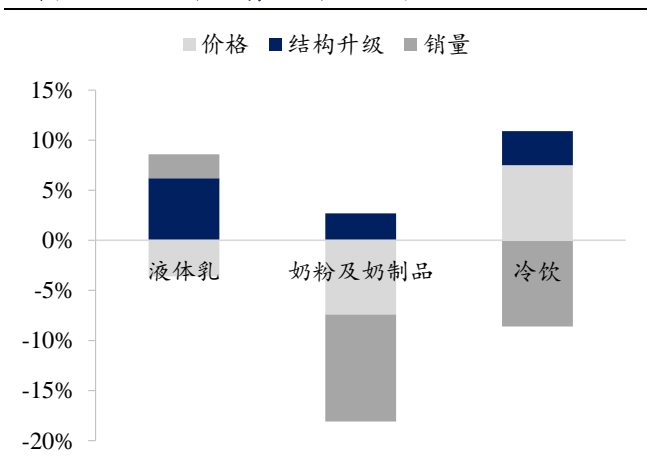
1.2. 伊利液态奶收入增速放缓, 奶粉收入 17 年好于 16 年

图表 6: 伊利各细分业务收入及占比



资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图表 7: 伊利各业务的增长归因



资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

伊利 16 年收入承压, 液体乳收入增速放缓, 奶粉下滑明显, 冷饮持平。 1) 公司 2016 年液态奶收入 495.2 亿元, 增速 5%, 源于产品结构升

级和销量增长贡献，降价抵消了部分增速。2) 奶粉收入 54.6 亿元，增速下滑 15.4%。伊利高端奶粉占比提升贡献增速，但因奶粉行业竞争激烈+注册制短期冲击，量价均跌造成收入增速下滑。3) 冷饮收入 41.9 亿元，增速+2%。冷饮收入微增，提价+结构升级贡献增速，销量下滑抵消了部分增速。

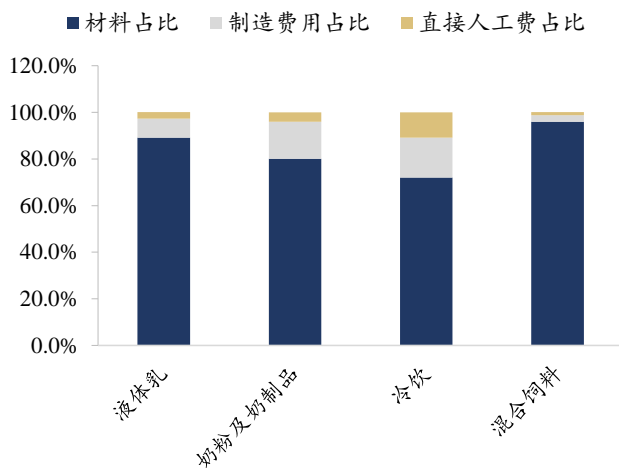
国内消费升级伴随消费品生命周期缩短，16 年伊利主要大单品收入增速顺应消费品趋势下滑，我们认为 17 年收入需要依靠新品爆款的推出或者外延并购，否则营收增速承压。公司 2017 年计划实现营业总收入 650 亿，利润总额 62 亿元。同比若收入计划可完成，同比 16 年收入 606 亿元，增速可超 7%。

2. 原奶低迷+高端占比提升，伊利毛利率提升

2.1. 成本端：原奶价格温和上涨+包材价格略有提升

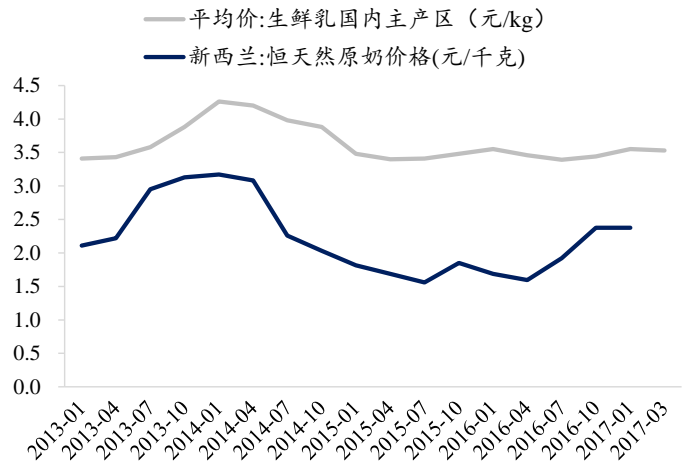
成本端：原奶+包装材料占比最高，80%以上。主要原料价格上涨，因为成本下降带来的毛利率提升效果减弱。4Q16 后国内乳品企业生产所需主要原辅材料如全脂奶粉、白糖、瓦楞纸、塑料等价格均呈上涨趋势，2H16 新西兰奶价回升明显，国内生鲜乳价格略有回升，根据目前全球主产国控产、保价，国内原奶减产趋势确定，终端需求稳定判断，我们预计 17 年国内生鲜乳价格温和上涨，但增幅不大。

图表 8：伊利各业务成本构成分析



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 9：奶价走势变化

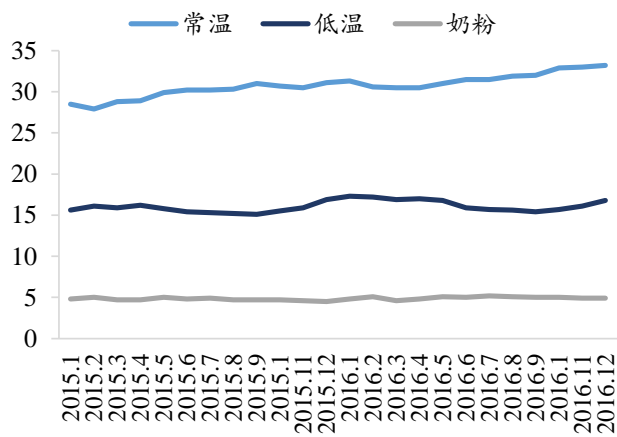


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2.2. 产品结构升级明显，驱动毛利率提升

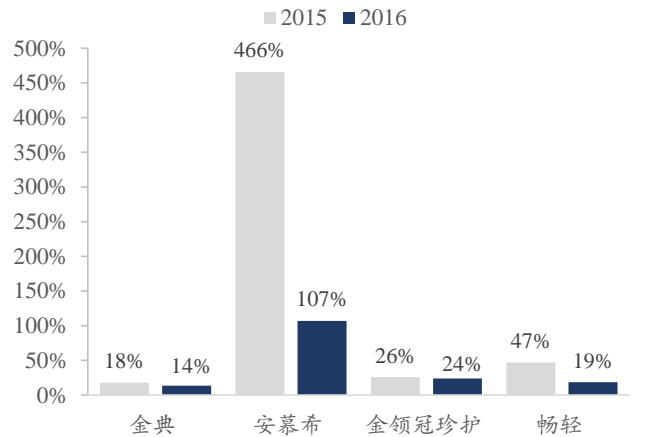
乳品结构升级明显:凯度调研数据显示，乳业 2016 年高端白奶、常温与低温酸奶品类的消费支出分别比上年增长 7.8%、43.1%、9.7%，以上品类销售增速领涨整体乳品市场。**伊利高端产品收入占比 49%，新品收入占比 23%。**1) **高端产品**“金典”、“安慕希”、“畅轻”、“金领冠”、“巧乐兹”等重点产品的收入占比达 49%，同比提升 3.2 个百分点，其中安慕希增速 100% 以上，金典收入同比+14%。2) **老产品增速变缓，未来业绩靠新品驱动:**新产品收入占比 22.7%，较上年增加约 7 个百分点。

图表 10: 伊利常温、低温液态奶及奶粉市占率



资料来源: 尼尔森, 东吴证券研究所

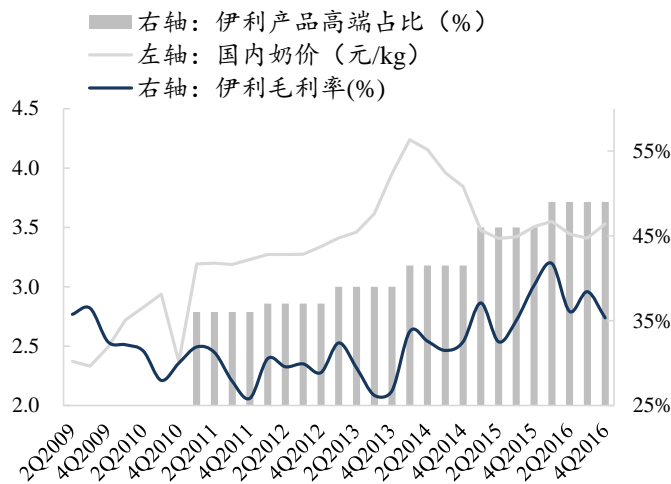
图表 11: 伊利重点产品销售额同比增速



资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

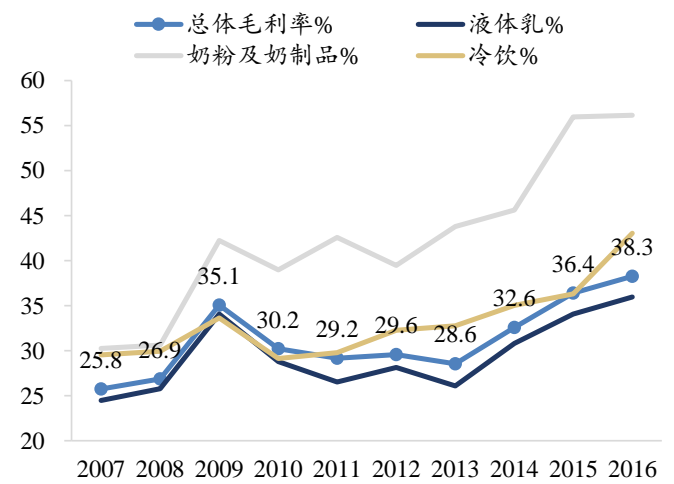
毛利率: 成本下降+结构升级, 伊利 2016 年产品总毛利率 38.3%, 其中液态奶毛利率 36%, 同比+1.88pct, 奶粉毛利率最高 56.2%, 同比持平; 冷饮 43.1%, 同比+6.73 pct, 受益提价+成本, 毛利率提升最快。

图表 12: 伊利毛利率主要受高端占比影响



资料来源: 公司年报, Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 13: 伊利各业务毛利率稳步提升



资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

3. 行业竞争及费用率: 短期不会下滑, 长期不会恶化

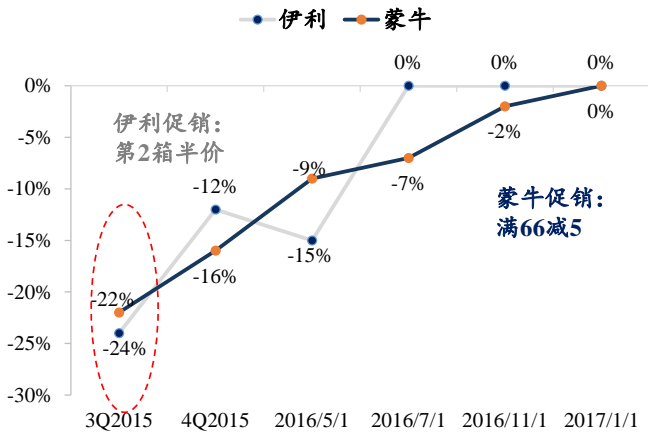
终端零售促销活动逐渐趋合理。家乐福数据: 伊利常温奶零售端减价促销第 2 箱半价持续到 1H16, 2H16 后零售恢复原价。蒙牛的整体促销价由满 66 减 5 到逐渐恢复原价。两强相争, 销售费用率已达历史高点, 短期不会快速下降, 我们判断 17 年伊利蒙牛竞争可趋缓, 至少同比不会继续恶化, 长远来看双寡头垄断格局下, 费用率下降的判断, 只会迟到不会缺席。

广告费: 伊利广告营销费用率较高, 约 12.7%; 其次是销售人员薪酬, 其他费用增速基本持平。蒙牛广告费占比也可达到 10.7%。

伊利 VS 蒙牛: 销售费用率均上升, 2016 蒙牛 25%, 伊利 23.3%;

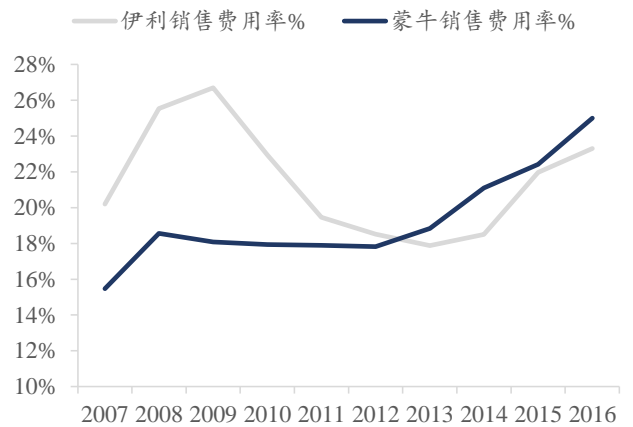
管理费用率伊利 5.7%，蒙牛 4.6%，但伊利管理费用率呈现下降趋势，而蒙牛上升趋势。

图表 14：伊利蒙牛终端商超促销变化



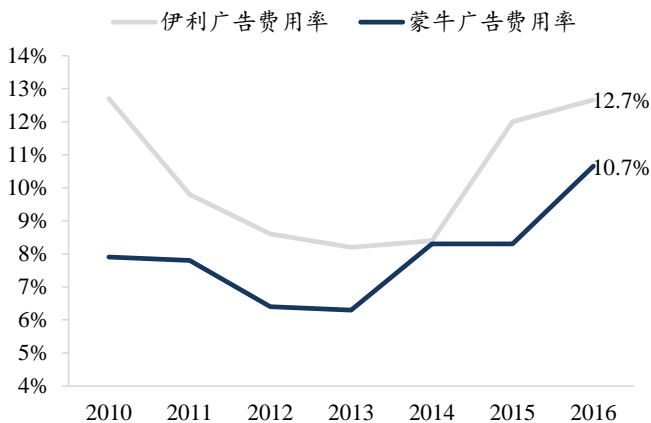
资料来源：家乐福，商超调研，东吴证券研究所

图表 15：2013 年后蒙牛销售费用率一直高于伊利



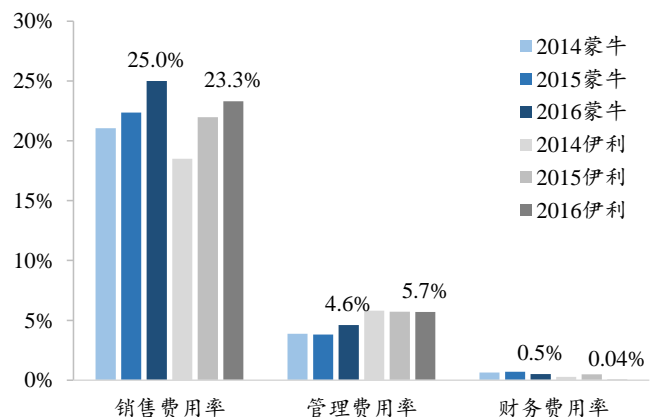
资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 16：伊利、蒙牛广告营销费用率对比



资料来源：Wind 资讯，公司年报，东吴证券研究所

图表 17：2014~2016 伊利蒙牛各项费用率对比



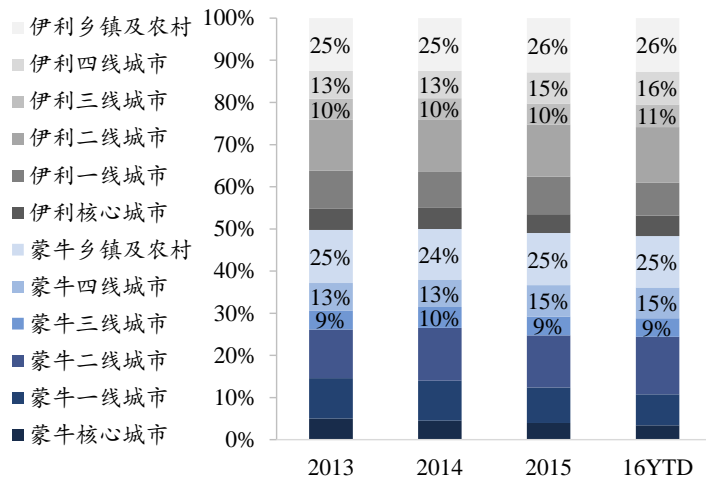
资料来源：公司年报，东吴证券研究所

4. 渠道 PK：一二线城市不相上下，未来看渠道下沉

渠道升级明显：1) 电商、便利店渠道兴起。艾瑞电商平台数据监测显示，报告期，液态乳品 B2C 线上交易额比上年增长 61.9%，增速明显高于网购整体水平；同时，尼尔森零研数据也显示，报告期，液态类乳品在便利店的零售额比上年增长 11.3%，增速明显快于其他零售渠道。**2) 三四线城市以及乡镇市场的乳品消费能力大幅上升，蕴含着新的消费增长机会。**凯度调研数据显示，报告期，县级市及县城的液态奶消费支出比上年增长 8.4%。

伊利蒙牛一二线城市的液态奶市场份额不相上下，伊利村级网点布局更胜一筹。凯度调研数据显示，2016 年伊利常温液态类乳品的市场渗透率达到 77.1%，比上年度提升了 0.3 个百分点。2016 年伊利直控村级网点已达 34.2 万家，比上年度提升了约 2 倍，市场渗透能力逐年增强。

图表 18: 对比蒙牛, 伊利液态奶渠道下沉能力略强

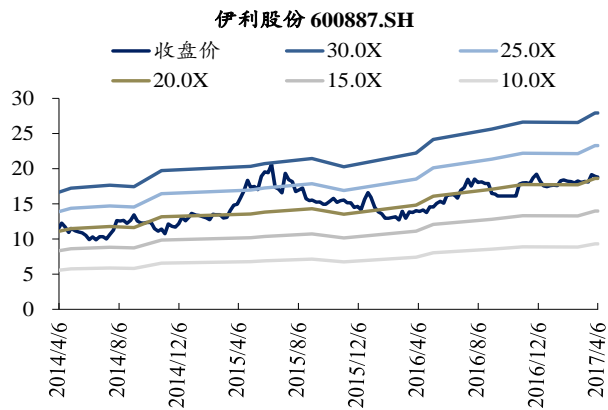


资料来源: 凯度调研数据, 东吴证券研究所

5. 驱动因素: 未来业绩看新品和外延并购

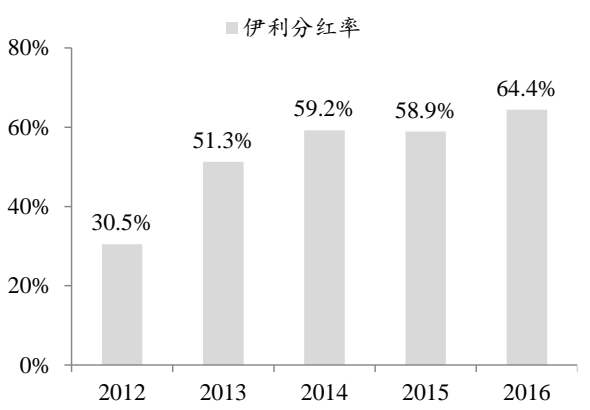
消费结构升级+二胎政策全面放开带来奶粉转机, 上游奶业供给侧改革可驱动伊利销量提升; 产品结构升级, 高端占比提升+新品推出爆款将驱动产品价格提升。伊利业绩一直保持稳定增长, 公司持续高分红继续, 现金流强劲!

图表 19: 伊利 PE 回归到 20X 左右



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 20: 伊利分红率逐步提高



资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

盈利预测与投资建议: 1) 分业务: 液体乳产品升级+新品发力, 乐观预计 17 年收入+5%以上; 奶粉收入增速恢复 7%左右, 冷饮持平。公司市占率持续提升, 高端占比提升+新品发力, 有望实现 17 年目标收入 650 亿元, 利润总额 62 亿元。2) 暂不考虑并表中国圣牧, 我们预计 2017-2019 年收入 650/678/701 亿元, 同比+7%、4%、3%; EPS 为 1.0/1.15/1.27 元, 同比+7%、15%、10%, 给予 17 年 22XPE, 目标价 22 元, 维持“买入”评级。

6. 风险提示

食品安全风险, 乳业竞争加剧。

图表 21: 伊利股份三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	20192.7	21026.7	23541.2	25403.0	营业收入	60609.2	65011.8	67820.3	70134.9
现金	13823.7	14226.0	16548.1	18193.4	营业成本	37427.4	40013.6	40865.3	42068.2
应收款项	725.4	803.3	838.0	866.6	营业税金及附加	420.1	390.1	406.9	420.8
存货	4325.8	4624.7	4723.1	4862.2	营业费用	14114.3	14627.6	15259.6	15429.7
其他	1317.8	1372.7	1432.0	1480.8	管理费用	3456.7	3608.2	3797.9	3892.5
非流动资产	19069.6	21038.9	23070.9	24984.7	财务费用	23.9	-78.7	-78.4	-92.3
长期股权投资	1631.1	1731.1	1831.1	1931.1	投资净收益	399.3	399.3	399.3	399.3
固定资产	14533.0	16451.9	18433.3	20296.8	其他	-45.7	-45.7	-45.7	-45.7
无形资产	990.9	941.3	891.8	842.2	营业利润	5520.4	6804.5	7922.6	8769.6
其他	1914.6	1914.6	1914.6	1914.6	营业外净收支	1111.7	301.5	276.5	251.5
资产总计	39262.3	42065.6	46612.0	50387.7	利润总额	6632.1	7106.0	8199.1	9021.1
流动负债	14907.5	14723.3	15874.2	15874.0	所得税费用	963.0	1037.5	1197.1	1317.1
短期借款	214.7	650.0	650.0	650.0	少数股东损益	7.2	7.7	8.9	9.8
应付账款	7090.5	7253.0	7574.6	7711.5	归属母公司净利润	5661.8	6060.8	6993.1	7694.2
其他	7602.2	6820.3	7649.6	7512.5	EBIT	5610.8	6762.4	7897.5	8744.5
非流动负债	1118.9	1072.1	966.7	890.6	EBITDA	7164.2	7803.6	9163.1	10235.0
长期借款	0.3	0.3	0.3	0.3	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
其他	1118.6	1071.9	966.4	890.3	每股收益(元)	0.93	1.00	1.15	1.27
负债总计	16026.4	15795.4	16840.9	16764.6	每股净资产(元)	3.81	4.30	4.87	5.50
少数股东权益	154.1	158.0	162.5	167.4	发行在外股份(百万股)	6064.8	6079.0	6079.0	6079.0
归属母公司股东权益	23081.8	26112.2	29608.7	33455.8	ROIC(%)	18.5%	23.4%	25.4%	26.6%
负债和股东权益总计	39262.3	42065.6	46612.0	50387.7	ROE(%)	24.5%	23.2%	23.6%	23.0%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	38.2%	38.5%	39.7%	40.0%
经营活动现金流	12817.3	6222.8	9195.2	8973.1	EBIT Margin(%)	9.3%	10.4%	11.6%	12.5%
投资活动现金流	-3243.2	-3225.3	-3376.6	-3480.7	销售净利率(%)	9.3%	9.3%	10.3%	11.0%
筹资活动现金流	-8814.5	-2595.1	-3496.5	-3847.1	资产负债率(%)	40.8%	37.5%	36.1%	33.3%
现金净增加额	994.7	402.3	2322.1	1645.3	收入增长率(%)	0.4%	7.3%	4.3%	3.4%
折旧和摊销	1553.4	1041.3	1265.6	1490.5	净利润增长率(%)	22.2%	7.0%	15.4%	10.0%
资本开支	-703.9	-3159.2	-3276.6	-3380.7	P/E	19.78	18.53	16.06	14.59
营运资本变动	4510.4	-928.9	886.3	-262.2	P/B	4.85	4.29	3.78	3.35
企业自由现金流	10931.9	2728.3	5619.8	5315.4	EV/EBITDA	17.87	16.38	14.06	12.58

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

增持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上;

中性:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

